

# 顾家家居 (603816)

证券研究报告

2021年05月01日

## 产品力+渠道力持续提升，龙头优势不断巩固

公司发布 20 年报及 21 年一季报，20 年公司实现营收 126.7 亿元，同比+14.2%，其中 Q1-Q4 单季度营收分别为 22.9/25.7/36.8/41.2 亿元，同比分别-7.0%/+0.9%/+33.2%/+24.2%。20 年公司实现归母净利润 8.5 亿元，同比-27.2%，扣非归母净利润 5.9 亿元，同比-30.4%，剔除本期 4.8 亿商誉计提减值准备的影响后，20 全年归母净利润为 13.3 亿元，同比+14.5%，扣非归母净利润 10.8 亿元，同比+26.6%。21Q1 公司实现营收 37.8 亿元，同比+65.3%，较 19Q1 增长 53.8%；归母净利润 3.9 亿元，同比+25.6%，较 19Q1 增长 30.4%；扣非归母净利润 3.2 亿元，同比+53.4%，较 19Q1+61.8%。

### 围绕客餐卧空间一体化，深挖消费需求，持续提升产品竞争力。

20 年公司沙发收入 64.1 亿元，同比+10.0%，其中 20H2 收入 40.0 亿元，同比+33.0%；软床及床垫收入 23.4 亿元，同比+19.7%；集成产品收入 22.2 亿元，同比+16.7%，其中 20H2 收入 13.6 亿元，同比+27.0%；定制家具收入 4.6 亿元，同比+32.9%，其中 20H2 收入 3.2 亿元，同比+56.5%。公司进一步细化对各类产品的定位：1) 沙发：优化功能沙发的设计风格，打造高性价比的布艺沙发，LAZBOY 向年轻化方向调整；2) 床垫：聚焦高端床垫，树立公司在床垫细分领域的专业形象，于 2021 年 3 月正式成为杭州亚运会官方床垫独家供应商；3) 定制：产品不断丰富，极简类产品竞争力增强；4) 重新定位天禧品牌，围绕轻时尚调整产品结构，主打“生态皮”新材料，打造极致性价比的产品。

### 国内市场持续探索“1+N+X”模式，提升渠道精细化管理能力。

20 年公司内销收入 76.5 亿元，同比+25.5%，其中 20H1/H2 收入分别为 30.7/45.8 亿元，同比分别+10.0%/+38.5%。国内门店在软体行业中数量最多、覆盖面最广，截至 20 年末，公司共有门店 6691 家，其中自有品牌经销门店 4737 家 (+303 家)、其他品牌经销门店 1844 家 (-99 家)、直营门店 110 家 (+1 家)，进驻空白城市百余个。线下渠道继续强化区域零售中心的协同作用，对市场进行及时高效的反馈。为了应对消费者习惯的改变，公司提升电商的战略地位，加快布局抖音、拼多多等新渠道，抓住后疫情阶段的行业机遇，订货和出货均保持了高速增长。

### 国家战略和大客户战略进一步推进，外贸大客户集中度持续提升。

20 年公司外销收入 46.5 亿元，同比+1.0%，其中 H1/H2 收入分别为 16.0/30.6 亿元，同比分别-19.7%/+16.7%。外销市场，大客户集中度持续提升，优势地位进一步巩固。北美市场，产品设计风格得到市场认可，持续投入功能技术的研究，保障功能品类技术领先优势，新品成功率和单品贡献值两个核心产品效率指标同比明显提升。澳新市场，面向重点客户针对性开发产品，为品类的增长带来了较大贡献。

### 盈利能力稳定，通过精益化管理、供应链优化持续提升经营质量。

20 年公司毛利率 35.2%，同比+0.3pct；剔除商誉减值准备影响，20 年归母净利率为 10.5%，与 19 年持平。分产品来看，20 年沙发/软床及床垫/定制家具毛利率分别为 32.6%/35.6%/35.8%，同比+0.1pct/+0.6pct/持平。分地区看，20 年内销/外销毛利率分别为 40.1%/24.2%，同比+0.2pct/-0.6pct。20 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 19.7%/2.3%/1.6%/1.0%，同比分别+1.0pct/-0.3pct/-0.2pct/+0.1pct。21Q1 公司毛利率为 33.0%，同比+0.2pct，21Q1 净利率为 10.2%，同比-3.6pct，主要系 20Q1 确认分红收益。21Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 18.0%/2.0%/1.5%/-0.2%，同比分别+0.5pct/-0.8pct/-1.0pct/-0.6pct。在原材料价格波动、采购成本总体呈上涨的背景下，公司致力于降本增效，费用管控有效，并不断向精益化与自动化生产方向持续探索，通过供应链变革为未来进一步提升管理效率奠定基础。

### 投资评级

行业	轻工制造/家用轻工
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	80.25 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	632.29
流通 A 股股本(百万股)	622.85
A 股总市值(百万元)	50,741.21
流通 A 股市值(百万元)	49,983.39
每股净资产(元)	11.13
资产负债率(%)	42.68
一年内最高/最低(元)	91.20/38.61

### 作者

范张翔	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518080004	
fanzhangxiang@tfzq.com	
尉鹏洁	联系人
weipengjie@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《顾家家居-季报点评:Q3 收入业绩增长亮眼，稳健经营典范》 2020-10-31
- 2 《顾家家居-半年报点评:上半年利润逆势增长，看好龙头集中度加速提升》 2020-08-20
- 3 《顾家家居-年报点评报告:零售转型效果凸显，海外战略布局加快》 2020-04-23

**盈利预测与估值：**公司为国内软体家居龙头，逐步完成区域零售中心转变及全品类、多渠道推进，疫情影响下公司经营依旧稳健，看好公司长远发展及龙头集中度加速提升，预计公司21/22年归母净利润为15.4/18.1亿元，同比+82.2%/+17.8%，对应PE 32.9x/28.0x，维持“买入”评级。

**风险提示：**商誉减值风险；行业竞争加剧；原材料价格上涨；地产交付不及预期。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,093.59	12,665.99	16,535.32	20,025.62	24,080.67
增长率(%)	20.95	14.17	30.55	21.11	20.25
EBITDA(百万元)	1,753.89	2,511.50	2,052.23	2,467.61	3,126.18
净利润(百万元)	1,161.16	845.47	1,540.54	1,814.08	2,280.03
增长率(%)	17.37	(27.19)	82.21	17.76	25.69
EPS(元/股)	1.84	1.34	2.44	2.87	3.61
市盈率(P/E)	43.70	60.02	32.94	27.97	22.25
市净率(P/B)	8.59	7.53	6.23	5.40	4.54
市销率(P/S)	4.57	4.01	3.07	2.53	2.11
EV/EBITDA	13.89	15.99	20.95	17.78	12.26

资料来源：wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,958.28	2,240.79	6,539.19	6,417.73	12,016.31
应收票据及应收账款	1,011.95	1,109.16	1,597.15	670.62	2,056.35
预付账款	55.04	88.60	72.21	127.13	119.46
存货	1,266.11	1,871.33	1,983.44	2,681.39	2,851.50
其他	822.06	1,049.79	1,450.21	1,217.86	1,386.01
<b>流动资产合计</b>	<b>6,113.44</b>	<b>6,359.68</b>	<b>11,642.20</b>	<b>11,114.72</b>	<b>18,429.63</b>
长期股权投资	238.82	17.65	17.65	17.65	17.65
固定资产	1,854.43	2,690.62	2,760.89	2,787.78	2,775.64
在建工程	441.56	368.91	257.34	202.41	151.44
无形资产	754.76	733.23	700.53	667.82	635.12
其他	2,856.98	2,867.87	1,915.24	2,318.85	2,272.33
<b>非流动资产合计</b>	<b>6,146.54</b>	<b>6,678.28</b>	<b>5,651.66</b>	<b>5,994.51</b>	<b>5,852.19</b>
<b>资产总计</b>	<b>12,259.99</b>	<b>13,037.96</b>	<b>17,293.86</b>	<b>17,109.23</b>	<b>24,281.82</b>
短期借款	286.96	233.14	224.08	653.92	641.77
应付票据及应付账款	1,308.51	1,543.11	1,943.11	2,358.98	2,813.89
其他	2,902.22	3,628.67	6,124.10	3,119.72	8,025.87
<b>流动负债合计</b>	<b>4,497.69</b>	<b>5,404.93</b>	<b>8,291.28</b>	<b>6,132.61</b>	<b>11,481.53</b>
长期借款	474.47	400.41	336.12	980.88	962.66
应付债券	836.95	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	150.32	128.97	109.59	129.63	122.73
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,461.74</b>	<b>529.38</b>	<b>445.71</b>	<b>1,110.51</b>	<b>1,085.39</b>
<b>负债合计</b>	<b>5,959.43</b>	<b>5,934.30</b>	<b>8,737.00</b>	<b>7,243.12</b>	<b>12,566.92</b>
少数股东权益	394.37	363.93	409.23	472.66	540.64
股本	601.81	632.41	632.29	632.29	632.29
资本公积	2,204.64	3,424.31	3,424.31	3,424.31	3,424.31
留存收益	5,108.15	6,504.15	7,515.34	8,761.16	10,541.97
其他	(2,008.42)	(3,821.15)	(3,424.31)	(3,424.31)	(3,424.31)
<b>股东权益合计</b>	<b>6,300.55</b>	<b>7,103.66</b>	<b>8,556.86</b>	<b>9,866.11</b>	<b>11,714.90</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>12,259.99</b>	<b>13,037.96</b>	<b>17,293.86</b>	<b>17,109.23</b>	<b>24,281.82</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,220.45	866.62	1,540.54	1,814.08	2,280.03
折旧摊销	207.23	252.93	134.00	140.75	145.80
财务费用	121.63	181.69	21.14	57.19	28.43
投资损失	(139.63)	(192.38)	(120.00)	(118.30)	(116.00)
营运资金变动	(395.69)	2,551.56	2,785.37	(2,601.94)	3,728.00
其它	1,110.15	(1,480.02)	47.68	64.51	69.52
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,124.14</b>	<b>2,180.41</b>	<b>4,408.73</b>	<b>(643.71)</b>	<b>6,135.79</b>
资本支出	548.05	268.22	79.38	59.96	56.90
长期投资	(51.64)	(221.17)	0.00	0.00	0.00
其他	(191.39)	(1,491.20)	(19.38)	(21.66)	9.10
<b>投资活动现金流</b>	<b>305.02</b>	<b>(1,444.15)</b>	<b>60.00</b>	<b>38.30</b>	<b>66.00</b>
债权融资	1,924.44	733.65	719.47	1,829.94	1,755.94
股权融资	376.83	525.46	375.58	(57.19)	(28.43)
其他	(3,346.95)	(2,622.73)	(1,265.39)	(1,288.81)	(2,330.71)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,045.68)</b>	<b>(1,363.62)</b>	<b>(170.33)</b>	<b>483.94</b>	<b>(603.21)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>1,383.48</b>	<b>(627.36)</b>	<b>4,298.40</b>	<b>(121.47)</b>	<b>5,598.59</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>11,093.59</b>	<b>12,665.99</b>	<b>16,535.32</b>	<b>20,025.62</b>	<b>24,080.67</b>
营业成本	7,226.20	8,206.49	10,827.42	13,025.46	15,522.53
营业税金及附加	79.20	67.30	117.72	130.65	152.16
营业费用	2,073.16	2,493.84	3,100.37	3,754.80	4,491.04
管理费用	292.23	296.96	380.31	510.65	614.06
研发费用	197.96	206.79	297.64	380.49	421.41
财务费用	104.37	131.75	21.14	57.19	28.43
资产减值损失	(8.00)	(502.46)	13.63	15.01	15.08
公允价值变动收益	17.88	4.90	0.00	0.00	0.00
投资净收益	139.63	192.38	120.00	118.30	116.00
其他	(320.91)	531.94	(240.00)	(236.60)	(232.00)
<b>营业利润</b>	<b>1,291.87</b>	<b>1,036.11</b>	<b>1,897.09</b>	<b>2,269.67</b>	<b>2,951.94</b>
营业外收入	240.28	175.32	197.73	204.44	192.50
营业外支出	9.98	16.63	14.68	13.76	15.02
<b>利润总额</b>	<b>1,522.17</b>	<b>1,194.79</b>	<b>2,080.15</b>	<b>2,460.35</b>	<b>3,129.42</b>
所得税	301.71	328.17	491.92	581.76	779.86
<b>净利润</b>	<b>1,220.45</b>	<b>866.62</b>	<b>1,588.22</b>	<b>1,878.59</b>	<b>2,349.56</b>
少数股东损益	59.29	21.15	47.68	64.51	69.52
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,161.16</b>	<b>845.47</b>	<b>1,540.54</b>	<b>1,814.08</b>	<b>2,280.03</b>
每股收益(元)	1.84	1.34	2.44	2.87	3.61

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	20.95%	14.17%	30.55%	21.11%	20.25%
营业利润	11.53%	-19.80%	83.10%	19.64%	30.06%
归属于母公司净利润	17.37%	-27.19%	82.21%	17.76%	25.69%
<b>获利能力</b>					
毛利率	34.86%	35.21%	34.52%	34.96%	35.54%
净利率	10.47%	6.68%	9.32%	9.06%	9.47%
ROE	19.66%	12.54%	18.91%	19.31%	20.40%
ROIC	33.55%	30.87%	63.49%	444.18%	88.18%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	48.61%	45.52%	50.52%	42.33%	51.75%
净负债率	-16.41%	-21.22%	-68.01%	-46.50%	-87.58%
流动比率	1.36	1.18	1.40	1.81	1.61
速动比率	1.08	0.83	1.16	1.38	1.36
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	11.41	11.94	12.22	17.66	17.66
存货周转率	9.14	8.07	8.58	8.59	8.70
总资产周转率	0.97	1.00	1.09	1.16	1.16
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.84	1.34	2.44	2.87	3.61
每股经营现金流	3.36	3.45	6.97	-1.02	9.70
每股净资产	9.34	10.66	12.89	14.86	17.67
<b>估值比率</b>					
市盈率	43.70	60.02	32.94	27.97	22.25
市净率	8.59	7.53	6.23	5.40	4.54
EV/EBITDA	13.89	15.99	20.95	17.78	12.26
EV/EBIT	15.34	17.45	22.41	18.86	12.86

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com